

## 経済レポート

## トルコ経済の現状と今後の注目点

～ 異例の金融緩和のもとで景気は拡大、しかし、副作用も顕在化 ～

調査部 主任研究員 堀江 正人

- トルコ経済は、2018 年後半からの景気後退と 2020 年前半のコロナショックという 2 つの逆風を乗り越え、2020 年後半以降、景気拡大を続けてきた。しかし、景気は足元で減速しており、また、過度な金融緩和政策の副作用として、通貨安、高インフレなどの歪みも顕在化している。
- トルコでは、今年 2 月初頭に南東部で大地震が発生し、極めて大きな被害を受けた。ただ、今回の大地震がマクロ経済面に与えるダメージは、かつて経験した地震や金融危機の際のショックに比べれば、限定的と見られる。今回の震源地であるトルコ東南部地域は、経済発展が遅れ、工業生産額や輸出額は少ない。こうしたことから、今回の大地震によってトルコの経済成長率が大幅なマイナスに陥るような事態は考えにくい。ただ、震災復興支援などで財政支出が膨張し、それが、今後の経常収支や為替相場に影響を与える可能性がある。
- トルコの景気拡大をもたらした最大の要因とは、通常では考えられないような異例の金融緩和政策であった。インフレ率が急上昇する中、中銀は利上げに踏み切るところか、予想外の利下げに踏み切り、これが、通貨安やインフレを加速させる一方で、インフレヘッジのための個人消費を煽るなどして、経済成長につながった。つまり、エルドアン政権の経済政策とは、通貨や物価の安定を犠牲にしても経済成長を追求するものだったと言える。
- 前述のトルコ当局による異例の金融緩和政策は、景気を押し上げるとともに、株価を著しく上昇させた。トルコの株価は、2021 年 10 月以降、急騰し、その後の 1 年間で 3 倍以上に値上がりして、インドやブラジルをはるかに上回る上昇率となった。ただ、この株価急騰は、経済のファンダメンタルズの堅固さによるものではなく、異例の金融緩和政策がもたらした副作用として株式市場への資金流入が起きたことが大きな原因であった。
- トルコ経済における 2000 年代以降の主要な懸念要因のひとつが、経常赤字の拡大である。トルコの経常赤字の大きさは、国際金融市場で大きなリスクファクターと認識され、新興国通貨への下落圧力が高まる局面では、トルコは「フラジャイル」な国として真っ先に通貨売りの対象になるケースが多く、通貨リラの安定性確保という点で、経常赤字は大きな問題となっていた。
- 経常赤字や通貨安が慢性化しつつあるトルコにとって、懸念すべきリスク・シナリオは、外貨繰りが困難になり対外債務返済に支障をきたしてデフォルト状態に陥ることである。短期対外債務残高を外貨準備で割った値を、主要な新興国間で比較してみると、トルコは他国を大きく上回り、しかも 100%をはるかに超えている。すなわち、トルコは、短期対外債務を直ちに全額引き揚げられたと仮定した場合、保有する外貨準備を全部使っても到底返済し切れない状況であることが示されている。
- 大地震で大きな被害を受けたとはいえ、トルコの経済成長ポテンシャルの高さは損なわれていない。また、トルコは、市場としても、EU・中東・北アフリカへのゲートウェイとしても魅力が高い。トルコ経済は、外国からの投資流入に支えられつつ、今後も成長を期待できそうであるが、そうしたシナリオを阻害するリスクファクターであるマクロ経済面の脆弱性を改善することが大きな課題となろう。

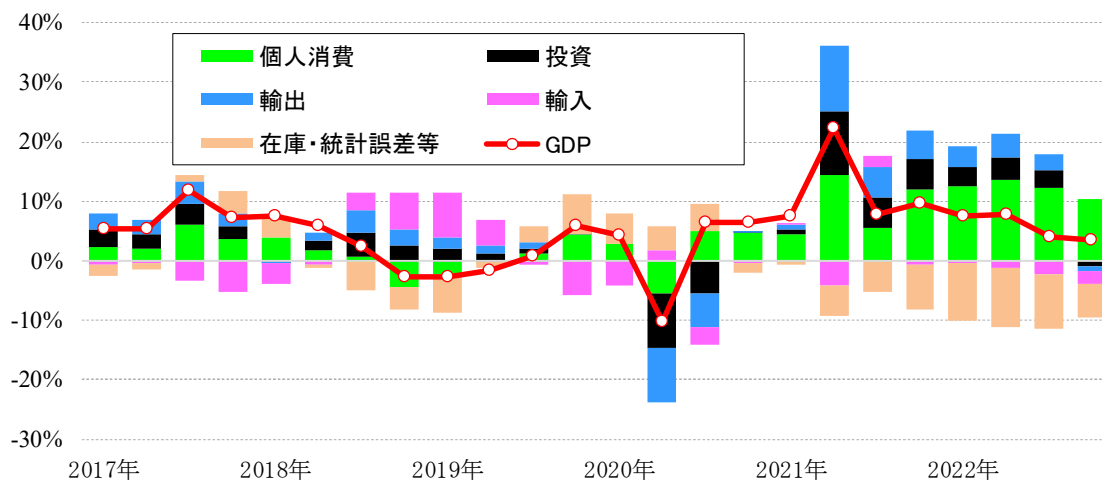
## 1. トルコ経済の現状 ～ 景気拡大が続くが成長優先政策による副作用も顕在化

トルコは、2018年後半からの景気後退と2020年前半のコロナショックという2つの逆風を乗り越え、2020年後半以降、景気拡大を続けてきた。しかし、足元で景気は減速しており、また、通貨安、高インフレなどの問題が顕在化している。さらに、2023年2月には、トルコ南東部で大地震が発生し、震災被害がトルコ経済に与える影響が懸念されている。こうした状況を踏まえ、本稿では、トルコ経済の最近の動きと今後の注目点について考察する。

トルコは、2016年7月のクーデター未遂事件などの社会混乱の影響を受け、2016年7～9月期に経済成長率がマイナス成長に陥った。しかし、政府が、一部消費財の税減免措置や中小企業向けの金融支援といった対策を実施したことで、景気は持ち直した。その結果、2017年には、トルコの通年ベースの実質GDP成長率が7.5%と高い伸びになり、これは、中国(6.9%)やインド(6.8%)といった有力な新興経済大国を上回り、G20の中では最も高い伸び率であった。しかし、高いインフレ率が沈静化せず、経常赤字が拡大するなど、景気過熱の副作用が顕在化したため、中銀は、2018年6月に政策金利を大幅に引き上げ、これを受けて、景気は鈍化し、2018年10～12月期には経済成長率がマイナスに転落した。

その後、景気は持ち直したが、2020年初に発生したコロナショックのため、経済成長率は2020年4～6月期に前年同期比▲10.3%と大幅なマイナスに陥った。しかし、2020年7～9月期以降は、プラス成長が続き、コロナショックからの回復傾向が持続している。

図表1. トルコの経済成長率(四半期ベース;前年同期比)



(出所) CEIC

主要な新興国の指導者の中でも、トルコのエルドアン大統領は、ブラジルのボルソナロ前大統領と並んで、景気拡大を重視しコロナウイルス感染予防に消極であったとされ、外出制限や営業制限が緩みがちであった。そうした経済運営スタンスによって、景気回復モードは維持されたが、他方で、トルコは、2021年後半には、一時、主要新興国の中で、ブラジルに次ぐほどまでコロナウイルス感染者数が増加した。

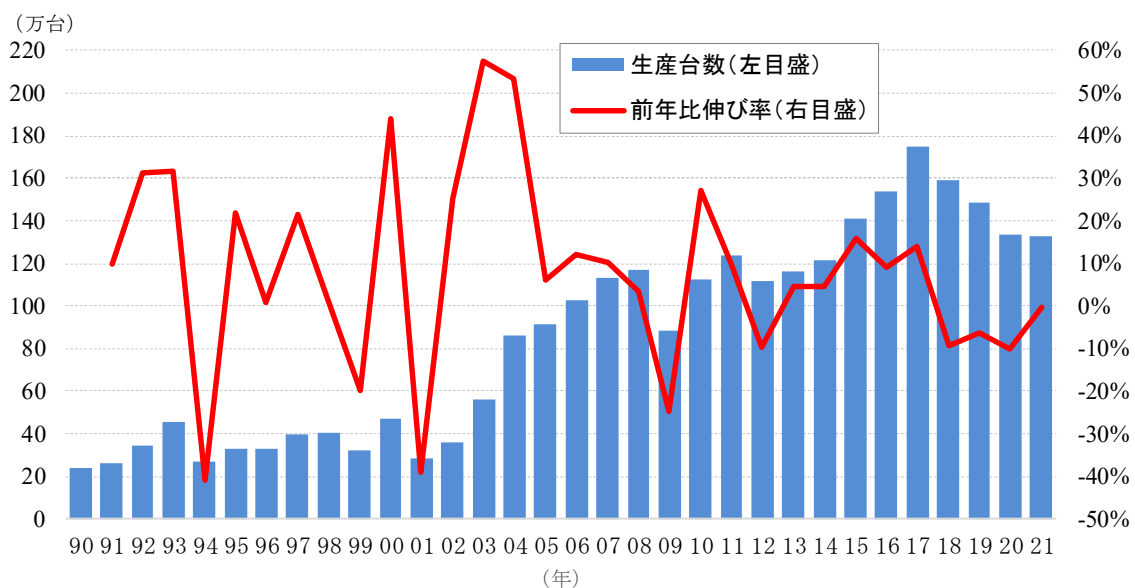
その後、景気が回復を遂げる一方で、エルドアン政権の経済政策の歪みも顕在化するようになった。すなわち、エルドアン大統領が、経済成長に固執するあまり、経常赤字や高インフレに直面しているにもかかわらず2021年9月に利下げを行うといった変則的な経済運営を実施したため、トルコ経済は、外貨準備急減、通貨リラ下落、インフレ加速という副作用に見舞われた。また、個人消費が高い伸びを続けている背景については、

高インフレのなかでの低金利という通常では考えられない異例の金融緩和が、インフレヘッジのための消費を過度に煽っている可能性がある。このような低金利政策による歪みがさらに深刻化すれば、金融緩和政策を急転換せざるを得なくなり、それによって景気が大幅に後退する恐れがある。その意味では、過度に成長を重視するトルコの経済運営が、クラッシュかソフトランディングかの分水嶺に差し掛かりつつあるとも言えるだろう。

## 2. 大地震によるマクロ経済への影響 ～ 過去の地震や金融危機に比べれば影響は限定的

トルコでは、今年 2 月初頭に南東部で大地震が発生し、被災者は 200 万人にも及ぶと見られ、内務省 (3/5 発表) によれば、死者数が 4 万 6 千人にも達する極めて大きな被害を受けた。ただ、今回の大地震がマクロ経済面に与えるダメージは、かつて経験した地震や金融危機の際のショックに比べれば、限定的なものになると見られる。例えば、トルコの主要産業であり基幹産業である自動車の生産台数を見ると、自動車産業が集積するトルコ北西部を震源とする 1999 年大地震の際には大きなダメージを受け、同年の生産台数は前年比 2 割減と大きく落ちこんだ。しかし、今回の震源地であるトルコ東南部地域は、経済発展が遅れており自動車産業など重工業の集積はなく、また、同地域の年間輸出額もトルコ全体の 1 割に満たず、今回の大地震によるトルコ全体の輸出の減少は 3% 程度にとどまると見られている。こうしたことから、今回の大地震で、トルコの経済成長率が大幅なマイナスに陥るような事態は考えにくいと言える。むしろ、過去の通貨危機 (1994 年と 2001 年) やリーマンショックの翌年 (2009 年) の方が、経済成長面への打撃は大きかったと言えるだろう。

図表 2. トルコの自動車生産台数と対前年伸び率の推移

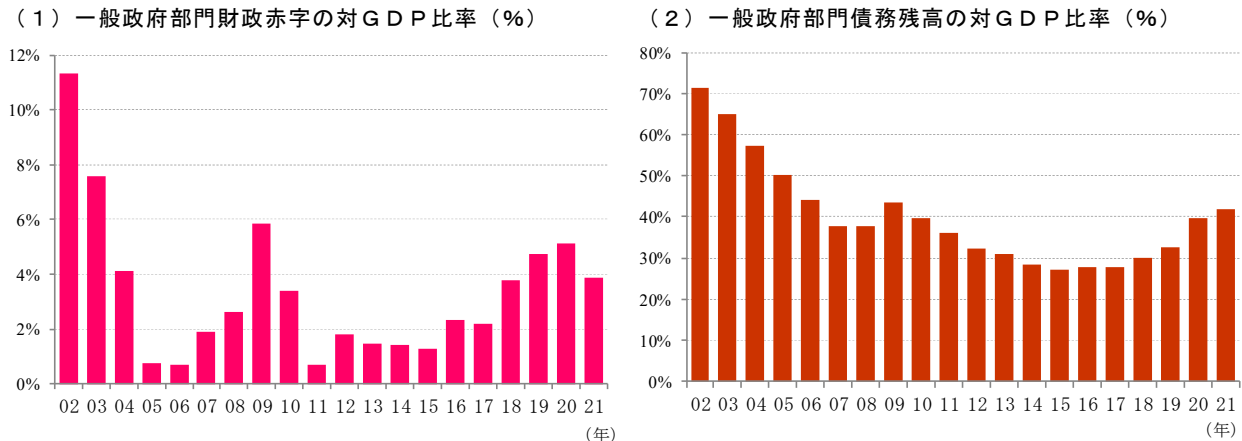


(出所) Otomotiv Sanayii Derneği.

トルコでは、1990 年代に、大幅な財政赤字と公的債務膨張を背景に、60~120%という高いインフレ率が慢性化し、それがマクロ経済を歪める大きな原因になっていた。トルコは、2001 年の通貨危機後に、構造改革に着手し、財政の健全化を図った。構造改革によって、一般政府部門の財政赤字の対 GDP 比率は 2002 年から 2005 年にかけて大幅に低下し、その後は、リーマンショックからの景気回復支援により財政支出が膨らんだ 2009~2010 年を除けば、概ね 3% 以下で安定的に推移していた。また、一般政府部門の債務残高の GDP 比率も、2002 年から 2014 までの間に半減した。トルコの財政が健全化したことによって、1990 年代には根強

かったインフレ期待が解消し、それが、物価・金利の低下につながり、マクロ経済の正常化に大きく寄与した。しかし、その後、2018年の景気悪化と2020年のコロナショックからの回復に向けて政府支援支出が増加する過程で、財政規律が緩みつつあり、財政赤字は拡大傾向、政府債務残高は増加傾向となっている。今後は、今回の大地震の被災者支援やインフラ復興支援等への財政支出増加によって財政規律がさらに緩むことが予想され、これが、経常赤字拡大や為替相場下落への圧力を高める要因になる可能性がある。

図表 3. トルコの財政赤字と政府債務残高



(出所) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2022

### 3. 異例の金融緩和政策がもたらしたもの ~ 景気拡大の一方で通貨安・インフレが加速

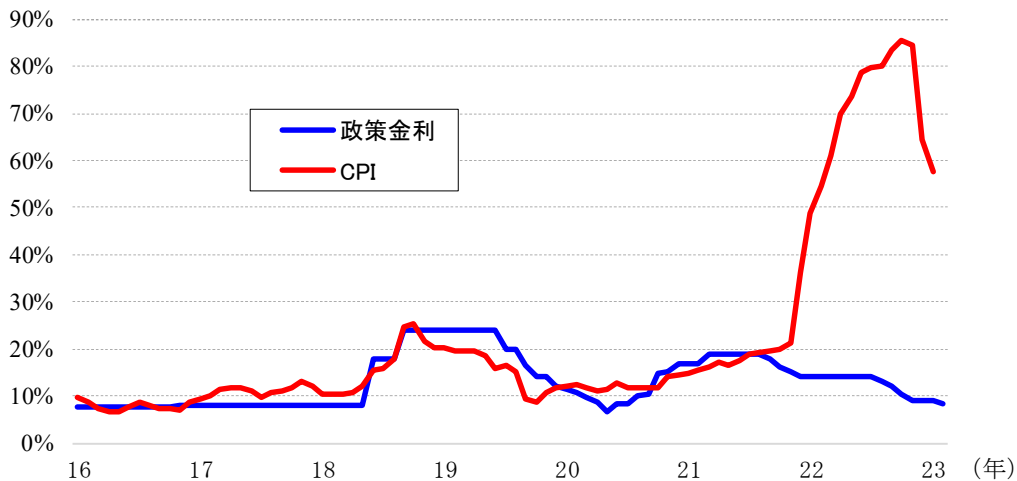
前述のように、トルコの景気拡大の背景には、通常では考えられないような金融緩和政策があった。その前兆は、インフレ抑制のため利上げを主張していたトルコ中銀のアーバル総裁が2021年3月に解任されたことであった。これによって、エルドアン政権の経済運営に対する市場の不信感が高まり、為替、債券、株価が全て売られるというトリプル安となった。その後、2021年9月には、インフレが加速する中、中銀が、市場にとって想定外の利下げを実施し、景気拡大重視のエルドアン大統領の意向を汲んだ変則的な利下げへの不安感から、通貨リラが売り込まれた。中銀の利下げをきっかけとした通貨リラ急落は、インフレに拍車をかけ、2021年12月には、インフレ率(CPI上昇率)が前年同月比36%となった。同月中旬に、中銀は、金利をさらに引き下げるとともに、利下げの打ち止めを宣言した。中銀は、2021年9月以降実施した利下げの影響を2022年1~3月にかけて検証するとしていたが、金融緩和路線は修正されなかった。トルコのインフレ率は、2022年2月に54%、3月には61%にも達したが、中銀は利上げに動かなかった。インフレ率はその後も上昇し、8月には80.2%にも達したが、中銀は利上げに踏み切るところか、8月に予想外の利下げに踏み切り、その後も4カ月連続で利下げを実施した。こうした状況が、通貨安やインフレを加速させる一方で、インフレヘッジのための株式投資や個人消費を煽る要因になったと言える。つまり、エルドアン政権の経済政策とは、為替相場や物価の安定を犠牲にしてでも経済成長を追求するものだったと言える。

2022年12月のインフレ率は、11月より大幅に低下したように見えるが、これは、2021年12月のインフレ率が高かったため、前年同月比で見た2022年12月のインフレ率が低くなったように見える(いわゆる発射台効果)というからくりによるものであり、2023年1月以降も同じからくりからインフレ率が低下したように見えることとなる。しかし、実態としてインフレ圧力が弱まったわけではないので、油断はできない。2023年2月には、中銀は、大地震からの復興を支援するため、利下げを実施した。一方、政府側は、インフレ昂進による国民の購買力低下への対策として最低賃金を大幅に引き上げており、2022年1月に前年比50.5%増、同年7月1日



には同年上半期比 29.3%増とし、さらに 2023 年 1 月には、前年下半期比 54.7%増とした。しかし、この大幅賃上げは、かえってインフレ圧力を高めスパイラル的にインフレ率を上昇させる可能性があり、また、雇用者側の人件費負担増加によって失業増加につながる懸念もあるため、インフレ対策としての実効性には疑問も残る。

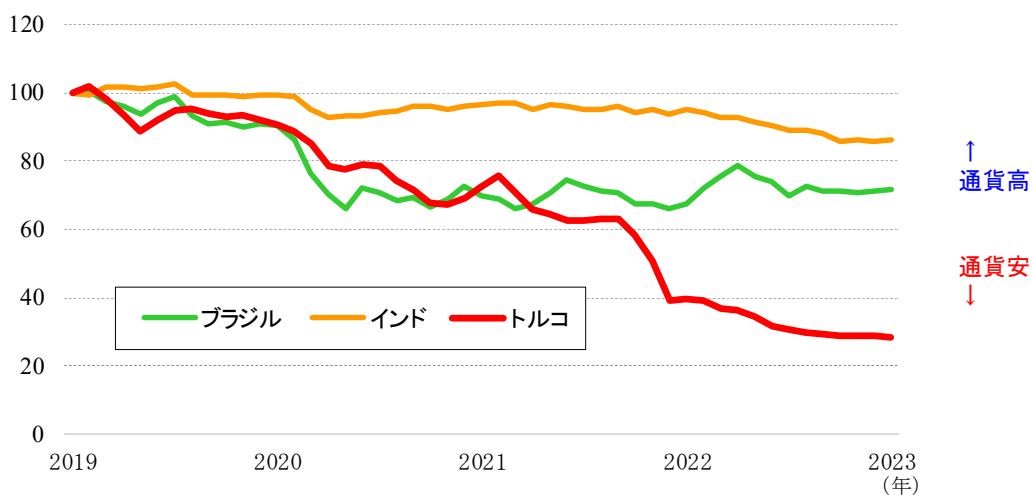
図表 4. トルコのインフレ率と政策金利の推移



(出所) CEIC

トルコの変則的な金融緩和政策は、前述のように通貨の急落を加速させた。トルコリラの対米ドル為替相場は史上最安値を更新し続けており、下図のように、足元では 2019 年初頭に比べて 70%も下落し、インドやブラジルの通貨下落率を大きく上回っている。

図表 5. トルコ、ブラジル、インドの対米ドル為替相場(2019 年初=100)の推移



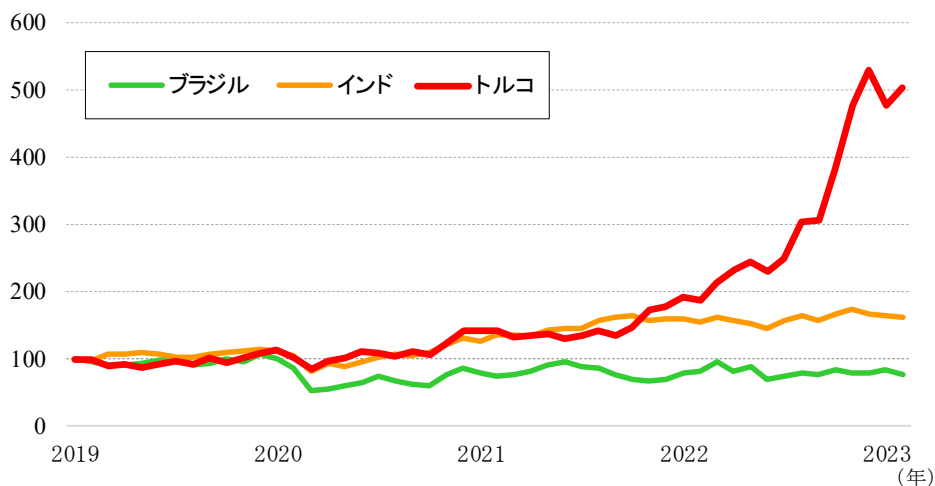
(出所) CEIC

金融緩和による通貨安は、輸入物価上昇に拍車をかけ、前述のように高インフレ率をもたらしているが、エルドアン政権が物価安定を犠牲にしてまで利下げに固執するのはなぜか？その最大の理由は、度を越した経済成長指向の強さである。エルドアン大統領は、トルコ共和国建国 100 周年に当たる 2023 年までに、GDP においてトルコを世界トップ 10 入りさせることを目指していた。IMF の推計では、トルコは、2021 年時点での名

目 GDP において世界 20 位であり、2023 年の世界トップ 10 入りは、ほぼ不可能である。しかし、エルドアン大統領は、トルコの「大国化」への執着心が強く、金融緩和による経済高成長で GDP を拡大させようという意欲は変わっていない。しかし、今後、インフレ圧力が弱まらず通貨リラの下落が一層進めば、金融緩和路線は修正せざるを得なくなり、そうなれば景気と株価が下押しされるのは不可避と予想される。

一方、トルコの異例の金融緩和政策は、インフレを昂進させたものの、前述のように景気を押し上げ、また、株価を著しく上昇させるという効果もあった。新興国の株式市場では、2021 年秋以降、トルコ株の急騰に注目が集まった。トルコの株価（イスタンブール 100 種株価指数）は、2019 年～2021 年夏頃にかけてインド（SENSEX 指数）やブラジル（ボベスパ指数）と概ね似たような動きを示していたが、2021 年 10 月以降、急騰し、その後の 1 年間で 3 倍以上に値上がりして、インドやブラジルをはるかに上回る上昇率となった。ただし、トルコ株の急騰は経済のファンダメンタルズの堅固さによるものではなく、歪んだ金融政策によって株式市場への資金流入が促されたことが大きな原因であった。2021 年 9 月に、インフレが加速する中、中銀が、市場にとって想定外の利下げを実施した直後、通貨リラは売り込まれたが、株価については、中銀の利下げを追い風に、2021 年 10 月以降、急上昇したのであった。2021 年 12 月に、中銀は、利下げの打ち止めを宣言したが、金融緩和路線は修正されなかった。トルコのインフレ率は、その後も上昇し、2022 年 8 月には 80.2%にも達したが、中銀は利上げに踏み切るどころか、8 月と 9 月に予想外の利下げを実施した。こうした状況が、インフレヘッジのための株式投資をさらに加速させた。一方、欧米諸国におけるインフレ抑制のための利上げが今後も継続し、世界景気が悪化するとの見方も浮上しており、それを受けて、トルコの株式市場でも今後への警戒感から足元で株価が軟調に転じる気配も見られる。

図表 6. トルコ、ブラジル、インドの株価の推移(2019 年 1 月=100; 指数表示)



(出所) CEIC

#### 4. 慢性化する経常赤字 ～ 「フラジャイル」な国として通貨が売られる要因に

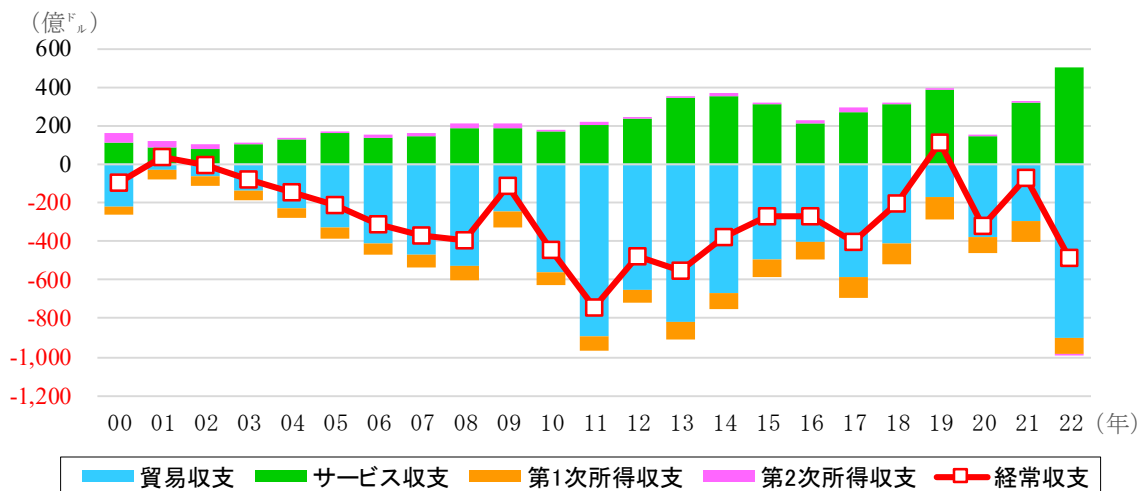
トルコ経済における 2000 年代以降の主要な懸念要因のひとつが、経常赤字の拡大であった。

トルコの経常収支は 1990 年代半ばから 2002 年までは、ほぼ均衡しており、当時の経常収支構造は、貿易収支赤字を、観光収入（サービス収支黒字）や海外労働者送金（第 2 次所得収支黒字）でカバーする形になっていた。しかし、2003 年以降は、貿易収支赤字が急速に膨らみ、経常収支赤字幅は年々拡大していった。

経常赤字は、リーマンショック後の 2009 年には縮小したものの、その後の景気拡大で再び経常赤字が膨ら

み、そこへ原油高の影響も加わって、2010年以降の経常赤字額はリーマンショック前を上回る規模になった。米国の利上げ観測が市場で高まった2013年には、国際金融市場で米ドル買い・新興国通貨売りが加速したが、そうした中で経常赤字の大きなトルコは、対外バランス面でリスクの大きな国として警戒され、また、トルコ国内政治の不安定な状況への懸念も重なり、通貨リラが売り込まれ対米ドル為替相場が大幅に下落した。そうした状況を受けて、中銀が2014年初頭に大幅な利上げを行い、それを契機に、経常赤字は縮小に向かった。その後、金融緩和と景気回復により経常赤字は2017年に再び拡大し、中銀が2018年に利上げを実施したことを受けて、景気は鈍化し、経常収支は2019年に黒字化した。しかし、その後は、コロナショック後の景気回復による輸入拡大等を受けて、経常収支は赤字で推移している。

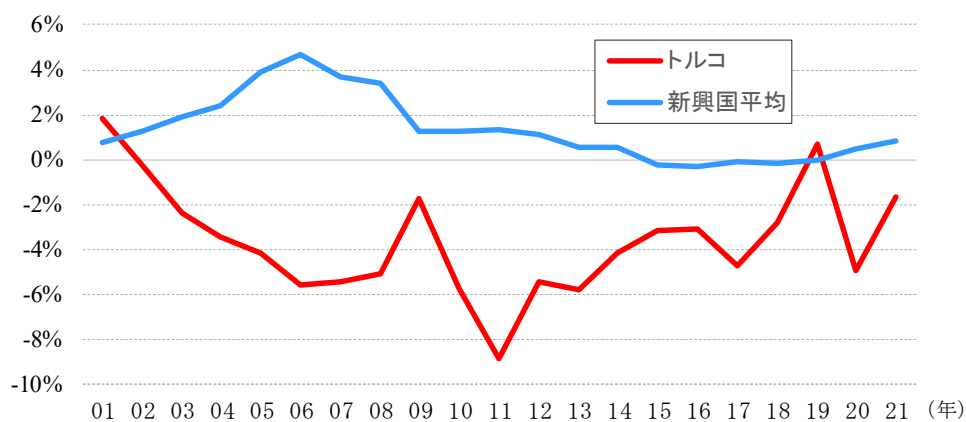
図表 7. トルコの経常収支と主な収支項目の推移



(出所) IMF, *International Financial Statistics*

トルコの経常赤字の大きさは、国際金融市場で大きなリスクファクターと認識されてきた。経常収支対 GDP 比率を見ると、トルコは、新興国平均と比較して赤字の大きさが目立つ。

図表 8. 経常収支対 GDP 比率の推移



(出所) International Monetary Fund, *World Economic Outlook Database*, October 2022

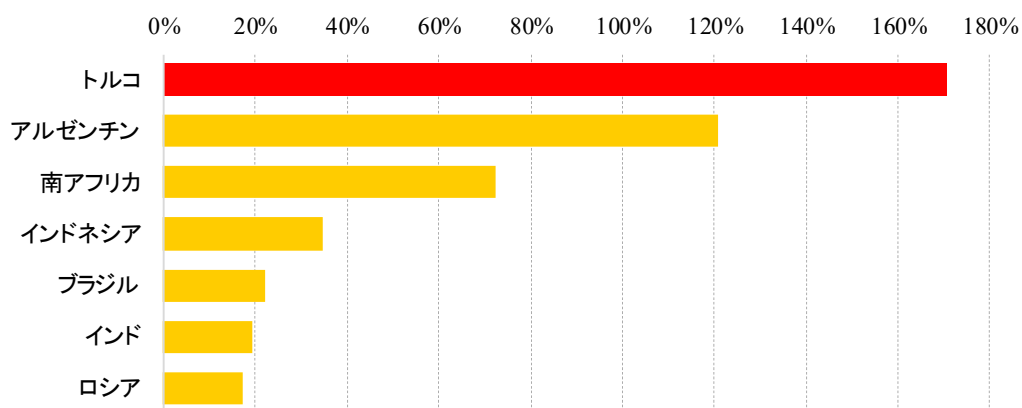
G20 メンバーの新興国のなかでも、経常赤字の対 GDP 比率が大きいブラジル、インド、インドネシア、南アフリカ、トルコの5カ国は、金融市場で「フラジャイル・ファイブ」と呼ばれたが、その中でもトルコの経常赤字

の対 GDP 比率の大きさは際立っていた。米国の利上げなどによって新興国通貨に下落圧力が高まる局面では、トルコは「フラジャイル」な国として真っ先に通貨売りの対象になるケースが多く、通貨リラの安定性確保という点で、経常赤字は大きな問題となっていた。2022 年 6 月以降、原油価格が下落傾向にあり、これはトルコの経常収支にとってはプラス要因である。しかし、トルコの経常収支は、国内景気拡大やエネルギー価格上昇などの要因で赤字が膨らみやすいという脆弱性を抱えているため、今後も、経済成長重視の政策が経常赤字膨張をもたらし、それが通貨安やインフレを加速させて、高成長政策を頓挫させるというパターンが繰り返される恐れがある。その意味で、経常赤字の常態化は、トルコ経済にとって悩みの種と言えるだろう。

## 5. 対外債務リスクへの懸念 ～ 外貨準備を大きく上回る短期対外債務残高

経常赤字や通貨安が長期化しつつあるトルコにとって、懸念すべきリスク・シナリオは、外貨繰りが困難になり対外債務返済に支障をきたしてデフォルト状態に陥ることである。対外債務の中でも、経済危機に結びつきやすいのは短期対外債務であるが、トルコの短期対外債務の返済に関するリスクについて、外貨準備と短期対外債務残高とのバランスという視点から検討してみよう。短期対外債務残高を外貨準備で割った値を、主要な新興国間で比較してみると、トルコは他国を大きく上回り、しかも 100% をはるかに超えている。すなわち、トルコは、短期対外債務を直ちに全額引き揚げられたと仮定した場合、保有する外貨準備を全部使っても到底返済し切れない状況であることが示されており、その意味において対外債務危機に陥る潜在的リスクが他の主要新興国より高いと判断せざるを得ない。

図表 9. 新興国における短期対外債務残高／外貨準備比率(2021 年末時点)



(出所) 外貨準備 = IMF ウェブサイト、短期対外債務残高 = THEWORLD BANK ウェブサイト



## 6. トルコ経済の今後の展望 ～ 成長力に富むが、マクロ経済面の脆弱性改善が焦点

### (1) 異例の金融緩和持続で高まるリスク

トルコは、主要な新興国の中でも高い経済成長率を示してきたが、景気拡大を促すために異例の金融緩和政策を続けたため、為替相場の急落と激しいインフレを招いてしまった。また、景気拡大の副作用として経常赤字が膨張し、それが為替相場下落に拍車をかけた。さらに、当局は、今般の大地震からの復興を支援するため、金融緩和を継続すると見られ、高成長・高インフレ・通貨安・経常赤字という状態が続きそうである。

こうした状況下、他の主要新興国に比べて対外債務返済能力に脆弱性を抱えるトルコは、短期資金の大規模かつ急激な流出によって債務返済危機に陥るリスクが懸念される。海外からの資本流入を十分に確保しているかぎりには、実際に危機が発生することはないが、現行の極端な金融緩和政策は、サステイナブルとは考えにくく、見直しが必要となろう。

### (2) 大地震の影響 ～ 経済成長率への影響は限定的だが、財政収支や経常収支を悪化させる懸念

今般の大地震の経済成長率への影響は、1999年の西部大地震、1994年と2001年の通貨危機、リーマンショック直後(2009年)といった時期に経験した落ち込みに比べれば限定的と考えられる。トルコの経済活動の中心はイスタンブールやブルサなどの北西部であり、今回の被災地である南東部が工業生産や輸出に占める割合も小さいため、マクロ経済面での影響は、前述のような過去のショックに比べれば限定的なものとなる。ただし、大震災からの復興コストという大きな負担が発生するため、政府支出の膨張が長期間続く可能性があり、それが財政の圧迫や経常収支悪化につながる懸念される。また、財政状態悪化や経常収支悪化が通貨安への圧力を高める可能性についても注意する必要がある。

### (3) 今後の見通し ～ 経済成長ポテンシャルは高いが、マクロ面の脆弱性改善が課題

エルドアン大統領は、2023年5月に実施される大統領選挙で国民の審判を受けるが、耐震基準管理の杜撰さが地震被害深刻化をもたらしたとして同大統領の責任を問う声がある一方、選挙では老練な同大統領が僅差で勝利するのではないかとの見方もある。同大統領が引き続き政権を維持できれば、経済成長優先政策のもとで金融緩和路線が続く可能性が高い。そうなれば、トルコ経済は、成長を続ける一方で脆弱さも抱えるという、不安定な状態に置かれたままとなる。トルコは、大地震で大きな被害を受けたとはいえ、経済成長のポテンシャルの高さは損なわれていない。トルコは、ロシアを除く欧州地域ではドイツに次ぐ人口規模を有し市場としての魅力が高く、また、EU・中東・北アフリカの結節点という戦略的に重要な位置にあることから、投資先としても魅力が高い。トルコ経済は、外国からの投資流入に支えられつつ、今後も成長持続が期待できそうではあるが、そうしたシナリオを阻害する要因となりうるマクロ経済面の脆弱性を改善することが大きな課題となろう。

以上

— ご利用に際して —

- 本資料は、信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。